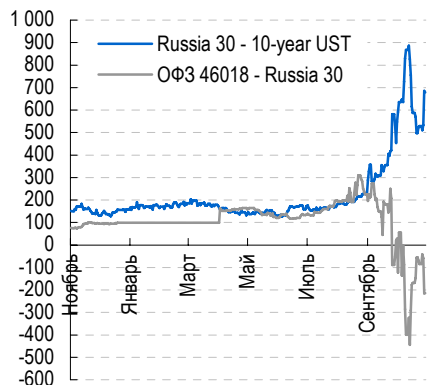


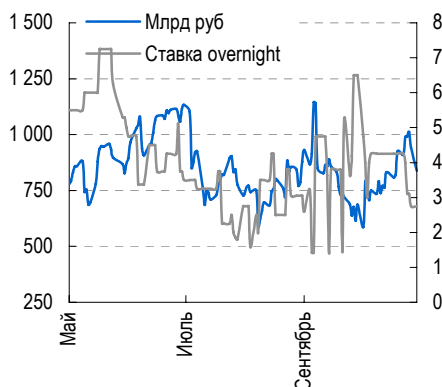
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

понедельник, 17 ноября 2008 г.

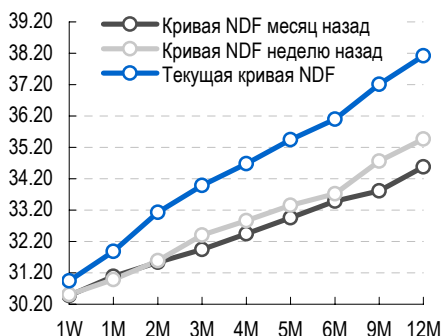
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.55 доллар+0.45 евро(в рублях)



Календарь событий

17 ноя	Индекс Empire Manufacturing
17 ноя	Уплата акцизов, ЕСН
18 ноя	Индекс цен производителей PPI (октябрь)
19 ноя	Индекс потребительских цен CPI (октябрь)
19 ноя	Статистика по перв. рынку жилья в США
19 ноя	Размещение руб. обл. РЖД-9
20 ноя	Индекс Philadelphia Fed.
20 ноя	Индекс Leading Indicators

Рынок еврооблигаций

- Европа и Япония фиксируют рецессию; саммит G20 не произвел сенсаций
- Emerging Markets: Эквадор на грани дефолта (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- В пятницу покупки валюты продолжились. Сегодня утром рубль укрепляется. ЦБ раздаст 900 млрд. руб., но это не так уж и много. Мособлгаз и Клинский район расплатились (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Разгуляй (NR): низкая рентабельность и большой долг (стр. 4)
- Электросетевые компании демонстрируют рост долговой нагрузки (стр. 5)
- ГАЗ (NR): результаты за 6 мес. по МСФО еще не так плохи (стр. 6)
- Суд запретил Инпрому исполнять оферту по облигациям 2-й серии. Решение принято в качестве обеспечительной меры по иску миноритария (Источник: Ведомости). Безусловно, это весьма негативная новость для держателей облигаций Инпрома, да и для рынка в целом. На наш взгляд, в текущей ситуации попытаться повторить такой «трюк» могут акционеры других эмитентов 3 эшелонов, которые испытывают колоссальные проблемы с ликвидностью и готовы пожертвовать своей репутацией в глазах инвесторов.
- BNP Paribas (Aa1/AA+/AA) изучает возможность покупки банковской группы ТРАСТ (B1). Представитель ТРАСТа назвал эту информацию «очередными слухами» (Источник: Коммерсантъ). Риски реализации любой M&A-сделки в текущей ситуации сейчас весьма высоки, поэтому мы воздерживаемся от рекомендаций по еврооблигациям ТРАСТа (YTM 70-100%).
- ИжАвто (NR) отчитался за 9 месяцев 2008 г. по РСБУ. Соотношение «Чистый Долг/EBITDA годовая», по нашим оценкам, составило около 8х против 5.2х на конец 1-го полугодия. До сих пор нет ясности относительно сделки по покупке ИжАвто АвтоВАЗом. Оценить возможности группы СОК по поддержке ИжАвто тоже сложно. Короткие облигации торгуются на уровне 80% от номинала.
- Standard & Poor's изменило прогноз рейтингов Евраз (BB-) и Северстали (BB) с «Позитивного» на «Стабильный». В то же время, S&P подтвердило, что считает достаточно прочным кредитный профиль данных компаний.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрывание	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.74	-0.12	-0.21	-0.29
EMBI+ Spread, бп	670	0	+126	+431
EMBI+ Russia Spread, бп	647	+3	+245	+500
Russia 30 Yield, %	10.57	-0.07	+1.15	+5.06
ОФЗ 46018 Yield, %	8.49	0	-1.20	+2.02
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	500.5	-30.8	-106.1	-388.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	338.2	-71.7	+258.1	+223.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-199	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	9.83	+0.20	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.69	0	+0.29	+0.96
Нефть (брент), USD/барр.	54.2	+2.2	-16.6	-39.7
Индекс РТС	644	+24	-145	-1647

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

Аналитики: Максим Коровин, Денис Красильников, Михаил Галкин e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ЕВРОПА И ЯПОНИЯ ФИКСИРУЮТ РЕЦЕССИЮ

Мировые рынки акций завершили прошедшую неделю разнонаправленно, что было связано с обилием новостей, выходивших в различные моменты торгового дня. Утро пятницы началось с того, что в **Еврозоне** была официально зафиксирована рецессия (снижение ВВП 2 квартала подряд). В корпоративном секторе **Nokia** снизила прогноз по продажам мобильных телефонов, а результаты за 3-й квартал у банка **Credit Agricole**, строительной компании **Vinci** и звукозаписывающей корпорации **Vivendi** оказались значительно лучше прогнозов.

Американские же индексы завершили неделю на минорной ноте: индекс **Dow Jones** снизился на 3.82%. Причиной стали данные по **розничным продажам** в США, объем которых сокращается уже 4 месяца подряд. В октябре снижение составило 2.8%, что является максимальным падением за всю историю расчета показателя. Не порадовала и отчетность **Freddie Mac**: по итогам 3-го квартала компания получила рекордный убыток в размере 25.3 млрд. долл.

Сегодняшний день начался с выхода разочаровывающих данных по **ВВП Японии** – теперь и эта страна официально «в рецессии». Как это ни парадоксально на первый взгляд, но азиатские индексы акций утром не упали, а **NIKKEI** даже немного подрос.

Доходности **US Treasuries** в пятницу заметно снизились: **10-летняя нота** завершила день на отметке 3.74% (-126п).

САММИТ G20

В выходные внимание инвесторов было приковано к саммиту глав 20 крупнейших стран в Вашингтоне. Итогом двухдневной встречи стала декларация, состоящая из **5 принципов**: улучшение прозрачности и подотчетности, создание качественного регулирования, обеспечение согласованности финансовых рынков, укрепление международного сотрудничества и реформирование международных финансовых институтов. Лидеры **G20** договорились о новой встрече, которая должна пройти до мая 2009 года. После саммита также стало известно, что **Италия** выделит 80 млрд. евро на стабилизацию экономики страны, а **Япония** предоставит МВФ 100 млрд. долл. Других конкретных решений озвучено не было.

EMERGING MARKETS: ЭКВАДОР НА ГРАНИ ДЕФОЛТА

В пятницу президент **Эквадора** объявил, что правительство не сможет выполнить свои обязательства по внешнему долгу (сегодня должна состояться выплата купонов на 31 млн. долл.). Однако в своем выступлении г-н Корреа также сказал, что правительство в течение 30 дней постарается найти выход из сложившейся ситуации. Рейтинговые агентства **S&P** и **Moody's** понизили рейтинг Эквадора в пятницу до CCC- и Caa1 соответственно. Похоже, эта новость не стала большой неожиданностью для инвесторов, так как цена выпуска **ECUADOR 30** (YTM 39.86%) снизилась «всего» на 11-12пп.

В целом же, котировки большинства еврооблигаций стран **ЕМ** немного подросли, а спрэд **EMBI+** в пятницу практически не изменился (670бп). Российский рынок не стал исключением. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 10.57%) вырос в цене на 1/4пп до 84пп, а его спрэд к UST расширился на 6бп до 683бп. В корпоративном сегменте активность покупателей сосредоточена, главным образом, в выпусках с короткой дюрацией: цены **GAZPRU 10E** (YTM 12.39%), **TRUBRU 09** (YTM 78.72%) и **ALFARU 09** (YTM 24.06%) подросли на 2-3пп. Мы также наблюдаем buy-back'и коротких выпусков некоторыми российскими банками.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ПОКУПКИ ВАЛЮТЫ В ПЯТНИЦУ ПРОДОЛЖИЛИСЬ; СЕГОДНЯ УТРОМ РУБЛЬ УКРЕПЛЯЕТСЯ

Спрос на валюту не ослабевает: по оценкам наших дилеров, в пятницу ЦБ продал около 3.2 млрд. долл. Всего же за неделю регулятор потратил на поддержку рубля порядка 16-17 млрд. долл. Попытки властей представить расширение коридора колебаний бивалютной на 30 копеек как ординарное событие, очевидно, пока не приносят плодов. В пятницу, выступая на саммите СНГ, темы курсовой политики коснулся первый вице-премьер РФ **И.Шувалов**. Он сказал, что колебания рубля будут плавными, а называть изменение курса на 30 копеек девальвацией, по его мнению, несправедливо. Также г-н **Шувалов** фактически обвинил российские банки в спекулятивной игре против рубля на государственные деньги, возложив на них основную вину за нагнетание обстановки вокруг темы девальвации. Кстати, сегодня с утра курс корзины опустился на 10-12 коп. до 30.58-30.60 коп. Возможно, это связано с дефицитом рублей у банков (см. ниже).

На фоне высокого спроса на валюту ставки **overnight** в пятницу несколько выросли, а объем операций **прямого репо** с ЦБ увеличился до 188.3 млрд. рублей (+36 млрд.).

ТРИ АУКЦИОНА ОТ ЦБ

На этой неделе **Банк России** проведет сразу 3 беззалоговых аукциона (на 6 месяцев, 5 недель и 9 дней) суммарно на 900 млрд. рублей. В принципе, это не так уж и много – до конца ноября банки должны вернуть порядка 815 млрд. рублей, привлеченных ранее у **Минфина**, **ЦБ** и **Фонда ЖКХ**. Не стоит также забывать, что начинается период налоговых выплат (сегодня перечисляются 1/2 акцизов и аванс ЕСН). Сегодня пройдет 6-месячный аукцион на 150 млрд. рублей, минимальная ставка – 11.25%. Напомним, что к 6-месячному аукциону допущены лишь первоклассные банки с рейтингами Ва3/BB- и выше.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: МОСОБЛГАЗ И КЛИНСКИЙ РАЙОН ВЫПОЛНИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

На фоне некоторого обострения в плане ликвидности, в пятницу на долговом рынке активизировались продавцы в облигациях **1-го эшелона**. Так, котировки относительно длинных выпусков (**ЛУКОЙЛ-3**, **РЖД-6**, **Вымпелком-1** и пр.) «просели» примерно на 0.5-1пп. «Островком стабильности» по-прежнему были самые короткие банковские бумаги **1-го эшелона**. Кроме того, мы обратили внимание, что некоторым спросом пользовались **Центртелеком-4** (УТМ 17.53%, +116п), **Волгателеком-4** (УТР 16.96%, +106п) и **АФК Система-1** (УТР 23.66%, +146п).

Позитивной новостью в пятницу стало успешное исполнение пут-опциона по выпуску **Мособлгаз-1** («совместной дочери» **Московской области** и **МОИТК**): весь заем был предъявлен к выкупу. Кроме того, пусть и с задержкой на один день, по облигациям с инвесторами расплатилась администрация **Клинского района**.

Группа Разгуляй (NR): результаты за 1-е полугодие 2008 г. по МСФО

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

В пятницу Группа Разгуляй опубликовала отчетность за первые 6 месяцев 2008 г. по МСФО, а также провела телеконференцию для инвесторов. Ключевым событием в 1-м полугодии, на наш взгляд, стал значительный рост долговой нагрузки компании (см. таблицу). Ниже представлены наши ключевые комментарии к опубликованной отчетности:

- Разгуляй демонстрирует неплохие темпы роста выручки (+35%), однако операционная рентабельность находится на низком уровне. На наш взгляд, методика вычисления показателя EBITDA, используемая компанией, чрезвычайно агрессивна. В своих расчетах мы не учитываем доходы от переоценки биологических активов, а также доход от продажи долей в зависимых компаниях.
- По сравнению с 2007 г. (и особенно со вторым полугодием 2007 г.), в 2008 г. конъюнктура цен на продукцию компании (в частности, зерно) заметно ухудшилась. По словам представителей компании, на сегодняшний день Разгуляй располагает значительными запасами продукции. На наш взгляд, до конца года вряд ли стоит ждать улучшения рыночной конъюнктуры. Помимо запасов, увеличивается дебиторская задолженность компании (особенно во 2-м полугодии, чего пока не видно в доступной отчетности). Рост оборотного капитала, естественно, Разгуляй вынужден финансировать за счет увеличения долга.
- В 1-м полугодии компания весьма агрессивно инвестировала в увеличение земельного банка, на что израсходовала почти все средства, привлеченные весной в результате успешной SPO-сделки.
- Инвестиции в основной и оборотный капитал привели к резкому росту долговой нагрузки. На конец 1-го полугодия совокупный долг компании составил 22.7 млрд. руб. В ходе телеконференции было отмечено, что на данный момент величина долга составляет порядка 1 млрд. долл., при этом весь (!) долг имеет срок погашения не более 12 месяцев. Очевидно, что риски рефинансирования такого долга весьма высоки.
- Увеличение долговой нагрузки вынудило компанию значительно сократить инвестиционные аппетиты на 2009 г., а также принять меры по оптимизации издержек (в т.ч. начать сокращение персонала), однако, на наш взгляд, этих мер вряд ли будет достаточно для того, чтобы переломить ситуацию.

Мы полагаем, на сегодняшний день кредитоспособность Разгуляя фактически является функцией от характера взаимоотношений компании с госбанками (РСХБ, Газпромбанк). Оценить этот фактор риска, не будучи «инсайдером», чрезвычайно сложно. Весной наступает оферта по трем выпускам облигаций Разгуляя общим объемом 8 млрд. руб. Сейчас бумаги торгуются в диапазоне 75-85% от номинала.

Ключевые финансовые показатели, МСФО			
Млн. руб.	2007 г.	1-е полугодие. 2008 г.	изменение к 1-му полугодию. 2007 г.
Выручка	31 010	11 476	+35.0%
EBITDA*	1 778	476	n/a
Чистая прибыль	1 230	736	+92.7%
Долг	13 989	22 702	+63.4%
Чистый долг	11 293	17 180	+52.2%
Ключевые показатели			
Рентабельность EBITDA	5.7%	4.1%	n/a
Долг/EBITDA годовая	7.9x	23.8x	
Чистый долг/EBITDA годовая	6.4x	18.0x	
Чистый долг/Собственный капитал	0.7x	1.0x	

*Без учета доходов от переоценки биологических активов и доходов от продажи долей в зависимых компаниях Источник: данные компании, МДМ-Банк.

Электросетевые компании демонстрируют рост долговой нагрузки

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин, e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Мы взглянули на отчетность по российским стандартам четырех распределительных сетевых компаний – Ленэнерго (NR), МОЭСК (Ba2), ЕЭСК (NR), Тюменьэнерго (NR) – за январь-сентябрь 2008 г. Кстати, в пятницу МОЭСК опубликовала результаты за первое полугодие 2008 г. по МСФО. Но, поскольку электросетевые компании имеют простую юридическую структуру, и российская отчетность дает вполне адекватное представление об их финансовом положении, мы решили сконцентрироваться на более свежих данных.

За счет более низкого уровня энергопотребления в весенне-летний период, результаты электросетевых компаний за второй-третий кварталы традиционно бывают несколько хуже в части эффективности деятельности. Третий квартал 2008 г. также не стал исключением для всех рассматриваемых компаний, кроме ЕЭСК, которая продемонстрировала небольшой рост в показателях рентабельности (как мы понимаем, благодаря более благоприятному тарифному регулированию).

Все компании продолжают увеличивать долговую нагрузку на фоне реализации инвестиционных программ. Наихудшие показатели покрытия долга сейчас имеют МОЭСК (5.1x) и Ленэнерго (4.4x). Долговая нагрузка ЕЭСК и Тюменьэнерго пока выглядит умеренно-консервативной. Кстати, МОЭСК 1 июля завершила объединение с Московской городской электросетевой компанией (МГЭСК). Судя по тому, как выглядел профиль МГЭСК в начале 2008 г., объединение окажет скорее положительное влияние на кредитные метрики МОЭСК.

Недавно представитель ФСК А.Чистяков заявил, что электросетевые компании пока не испытывают острых проблем, связанных с экономическим кризисом. Действительно, инфраструктурные локальные монополии традиционно более стабильны по сравнению с конкурентными видами бизнеса. Однако очевидно, что они не полностью изолированы от кризиса (например, вводятся меньше новых объектов – снижаются доходы от присоединения потребителей). В то же время, мы не думаем, что сетевым компаниям грозит потеря платежеспособности. Сохранить прочный кредитный профиль помогут такие факторы, как благоприятное тарифное регулирование, поддержка со стороны госбанков и гибкость в части инвестиционных программ.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

	МОЭСК			Ленэнерго			ЕЭСК			Тюменьэнерго		
Млн. руб.	2007	1П2008	3К2008	2007	1П2008	3К2008	2007	1П2008	3К2008	2007	1П2008	3К2008
Выручка	38 681	29 827	43 097	15 265	8 521	12 457	8 792	2 845	3 767	27 787	17 526	25 912
EBITDA	13 387	5 022	7 258	4 156	1 485	1 895	1 789	1 246	1 680	3 032	3 954	4 842
Чистая прибыль	4 748	1 723	1 037	916	(295)	(649)	930	693	957	1 175	843	700
Финансовый долг	18 945	28 371	49 880	11 072	11 069	11 135	1 201	1 463	1 981	4 847	5 623	7 842
Собственный капитал	48 782	50 502	84 422	34 960	34 895	34 535	4 056	4 734	4 999	60 174	60 717	60 574
Ключевые показатели												
Рентабельность EBITDA	34.6%	16.8%	16.8%	27.2%	17.4%	15.2%	20%	43.7%	44%	10.9%	22.6%	18.7%
Рентабельность чистой прибыли	12.3%	5.8%	2.4%	6%	-	-	10.6%	24%	25%	4.2%	4.8%	2.7%
Фин. долг/EBITDA	1.4	2.8	5.1	2.7	3.7	4.4	0.7	0.6	0.9	1.6	0.7	1.2
Фин. долг/Капитал	0.4	0.56	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка.

Группа ГАЗ (NR): результаты 1-го полугодия еще не так плохи

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

В пятницу группа ГАЗ опубликовала неаудированную отчетность за январь-июнь 2008 г. по МСФО. Кроме того, были раскрыты неконсолидированные результаты материнской компании за 9 месяцев 2008 г. по РСБУ.

По итогам 1-го полугодия, финансовый профиль ГАЗа несколько ухудшился, но, тем не менее, выглядел достаточно прилично. Выручка в 1-м полугодии выросла на 20%, рентабельность по EBITDA снизилась на 0.9пп до 10.3%. (-0.9 п.п.), а соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» достигло 1.9х против 1.3х на начало года. Один из факторов роста долга – увеличение оборотного капитала. По итогам первого полугодия 2008 г. объем запасов на балансе ГАЗа составлял 17.7 млрд. руб. (+35% к 2007г.), а дебиторская задолженность достигла 17.5 млрд. руб. (+50% к 2007 г.). На отчетную дату на краткосрочный долг приходилось около двух третей от общего объема финансового долга.

В примечаниях к отчетности Группа отмечает, что продолжающийся финансовый кризис заметно отразился на ее финансовых показателях – сокращение объемов автокредитования и лизинговых программ привело к резкому снижению спроса на продукцию ГАЗа.

В течение ближайшего года руководство планирует предпринять ряд действий в целях поддержания адекватного уровня ликвидности. К ним относятся: снижение капитальных затрат, оптимизация численности персонала и издержек, переговоры по пролонгации текущих кредитных линий, пересмотр продуктового портфеля, а также оптимизация оборотного капитала.

На наш взгляд, несмотря на все предпринимаемые действия, финансовый профиль ГАЗа весьма драматично ухудшится по итогам 2-го полугодия 2008 г. и в 2009 г. Кредитоспособность компании в ближайшее время будет определяться, прежде всего, способностью договориться о рефинансировании с госбанками. На наш взгляд, шансы у ГАЗа «выше среднего» – компания представляет одну из крупных корпораций в «приоритетной» для правительства отрасли, а, кроме того, имеет достаточно влиятельного акционера в лице группы Базовый элемент. Короткие облигации ГАЗа сейчас торгуются с доходностью более 100% годовых.

Ключевые финансовые показатели Группы ГАЗ

млн. руб.	1П2007 МСФО	2007 МСФО	1П2008 МСФО
Выручка	67 698	152 785	81 138
EBITDA	8 300	17 159	8 330
Чистая прибыль	3 298	7 199	2 822
Долг	20 616	27 831	35 976
Чистый долг	19 157	22 187	31 641
Собственный капитал	19 169	22 717	24 135
Активы	62 722	73 095	87 102
Ключевые показатели			
EBITDA margin (%)	12.3%	11.2%	10.3%
Долг/ EBITDA annualized (x)	2.5	1.6	2.2
Чистый долг/ EBITDA annualized (x)	2.3	1.3	1.9
Чистый долг/Собственный капитал (x)	1.0	0.9	1.3

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел продаж (акции)

Юлия Шувалова	+7 495 363 05 76
Альберт Хусаинов	+7 495 228 33 04

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
-------------------	--------------------------------	-----------------	------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.